



非银金融行业：财富管理 加速兑现业绩 季报开始 出现分化



albel_核 eS_u 心 Smum 观 mamr 点 ya]: ry 伴]随三季报出炉, 券商板块行情出现分化, 我们看到多家券商经纪与财富管理收入增速远高于同期交易量增速, 财富管理条线开始加速为券商兑现业绩。由于财富管理收益率远高于濒临盈亏平衡点的经纪业务收益率, 已经提前转型, 在战略上侧重并完成结构搭建的财富管理突出的券商将走出 α 行情。保险板块季报后跌幅较多, 主要原因是三季报数据较差: 1) “清虚”带来的代理人数量继续下降, 代理人素质与客户需求不匹配带来了负债端销售不佳, NBV 同比下降; 2) 750 日折现率下行导致各公司三季度调整准备金折现率假设, 影响利润; 3) 前期保险板块因为房地产投资风险逐渐释放和利率上行估值阶段性修复, 近期两个催化因素均边际放缓。以上因素叠加导致板块下跌。当前位置, 我们仍然看好非银板块里财富管理主线券商, 浙商、东方、广发、中金, 以及代理人素质高、银保渠道占比高将率先实现边际改善的太保、新华、平安等。

核心标的: 浙商证券、东方证券、广发证券、中金公司、中国太保、新华保险、中国平安等

市场回顾: 本周主要指数涨跌互现, 上证综指报 3547.34 点, -0.98%; 深证指数报 14451.38 点, -0.29%; 沪深 300 指数报 4908.77, -1.03%; 创业板报 3350.67, +2.00%; 中证综合债 (净价) 指数报 99.13, +10bp。

沪深两市 A 股日均成交额 10840.00 亿元, 环比+8.31%, 两融余额 18519.63 亿元, 较上周-0.48%。个股方面, 券商: 长城证券+3.45%, 中

信证券+1.65%，浙商证券+1.40%；保险：中国人保-4.38%，中国平安-7.21%，中国太保-8.18%；多元金融：华铁应急+8.46%，新力金融+8.40%，海德股份+7.82%。

证券业观点：10月30日，证监会发布《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《北京证券交易所上市公司持续监管办法（试行）》等基础制度，明确基础制度将于11月15日施行，预计北交所将于11月15日开市，新三板市场精选层68家公司将平移进入北交所，新三板挂牌和做市业务领先的券商将充分受益，建议关注。

41家上市券商披露三季报，营收合计4719亿，同比+22.86%，归母净利润合计1541亿元，同比+24.43%，31家实现净利润正增长，其中净利润增速超30%的有12家、10-30%的又16家、10%以下的3家，上市券商在2020高基数的基础上实现稳健增长。当前券商板块估值PB1.72倍，估值与业绩、资产质量仍不匹配，距离PB2.61x估值中枢尚有较大空间。

我们认为券商的投资主线仍在财富管理，财富管理收入随客户资产和金融产品保有量的增加而提升，收益率远高于传统经纪业务，具有较高的成长性和长期 α 。产品力与服务能力突出的公司盈利能力将随财富管理营收贡献的提升而持续提升。证券行业大财富业务快速发展，上半年头部券商代销金融产品收入翻倍；居民财富加速通过机构入市，头部公募规模与净利润高速增长，券商参/控股头部公募基金对公司的利润贡献大幅增加，

部分券商大财富业务利润贡献大幅提升。我们认为板块行情将从初期大财富利润贡献占比高的券商真正具有优质产品和高素质投顾、具备强大的留客能力的券商扩散，AUM 增速快、体量大的券商将享有估值溢价。建议关注受益于财富管理市场扩容的核心标的：1.产品与投顾优势明显，推进高端财富管理规模化发展的中金公司；2.具备纯粹的“以客户为中心”业务理念、产品与服务优质，客户资产留存能力强的东方证券；3.公司战略高度重视、产品端特色明显，有望实现弯道超车的浙商证券。

保险业观点：银保监会公布 9 月份行业数据。前 9 月保险行业实现原保费收入 3.65 万亿元，同比增长-1.29%（前值-0.67%）。主要因为客户保险需求放缓、代理人素质与客户需求不匹配、前期“炒停”消耗大量客户等因素，健康险同比持续增速承压。9 月单月，人身险保费收入 2514 亿元，同比-7.06%（前值-0.74%），单月同比增速加速下滑，负债端仍存较大压力。

各险企发布三季报，有以下共性：1) 平安主要受华夏幸福减值影响，国寿、太保、新华主要由于 750 天曲线下行导致准备金计提增加导致归母净利润承压；2) 三季度负债端承压，国寿、平安、太保个险、新华首年增速分别-7.8%、-4.5%、+3.6%、-5.4%，较半年度明显下滑，平安新单增速转负；3) 代理人“清虚”力度加大，国寿个险代理人数量为 98 万人，较去年年底减少 42.0%，较 1H21 减少 14.8%。平安人力数量为 70.6 万人，较去年年底下降 31.0%，较二季度末下降 19.6%。

展望全年，负债端：受后疫情时代居民消费力不足、险企有效人力增长不及预期、客户需求与代理人素质不匹配等因素综合影响。我们判断负债端压力仍然存在。资产端，房地产投资对险企的不利影响已充分反映，未来宽信用预期使得长端利率下行预期有所修正，为险企投资端带来支撑。我们判断，险企负债端依然承压，在险企个险渠道持续低迷的情况下，第三方销售渠道有望崛起。我们看好，受益于互联网发展及线下销售人员高素质的经纪渠道，以及 NBVM 出现明显改善且受益于“存款搬家”及养老账户设立的银保渠道。当期时点保险板块估值较低，当前股价对应的国寿、平安、太保、新华 2021EPEV 分别为 0.69x、0.58x、0.52x、0.44x，建议关注。

流动性观点：量方面，本周央行公开市场净投放 6800 亿元，其中逆回购投放 10000 亿元、回笼 3200 亿元，国库现金定存投放 700 亿元、回笼 700 亿元。下周有 10000 亿元逆回购到期。价方面，本周短端资金利率上行。加权平均银行间同业拆借利率上行 46bp 至 2.25%，银行间质押式回购利率上行 53bp 至 2.29%。R001 上行 57bp 至 2.27%，R007 上行 39bp 至 2.42%，DR007 上行 36bp 至 2.34%，SHIBOR 隔夜利率上行 47bp 至

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28635

